



IKATAN AKUNTAN INDONESIA



KAPd



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI

SNA XVI



PROSIDING DAN BUKU PANDUAN

TEMA:
"MENUJU PENGELOLAAN KEUANGAN YANG BERKUALITAS,
TRANSPARAN, DAN AKUNTABEL"

MANADO | 25-28 SEPTEMBER 2013

PENYELENGGARA:



JURUSAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SAM RATULANGI
MANADO

Akrmk-43	Kuantitatif	Universitas Lampung, Universitas Mitra Lampung, Politeknik Negeri Lampung	Bagaimana Implementasi Hall's (2008) Framework Pada Level Karyawan di Service Sector?	Yuliansyah, Siti Khoirina, Maryani Yunus
Akrmk-04	Kuantitatif	Universitas Padjajaran	Shared Financial Interest, Fairness, dan Kejujuran dalam Pelaporan Anggaran	Dini Rosdini
Kelas 5				
Kode	Jenis Penelitian	Institusi	Judul	Penulis
Akpm-72	Kuantitatif	Universitas Islam Sultan Agung	Analisis Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Sanksi	Kiryanto, Azhar Ardi
Akpm-71	Kuantitatif	Universitas Esa Unggul	Dampak Asimetri Informasi dan Manajemen Laba Terhadap Relevansi Informasi Akuntansi Pada Berbagai Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan Perusahaan Manufaktur di Indonesia	Sri Handayani, Adrie Putra
Akpm-80	Kuantitatif	Universitas Indonesia	Pengaruh Large Positive Abnormal Book-tax Differences Terhadap Earnings Response Coefficient dan Accrual Response Coefficient	Nurul Aisyah, Rachmawati
Akpm-86	Kuantitatif	Universitas Pendidikan Indonesia	Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Pengungkapan Modal Intelektual (Studi Pada Perusahaan Go Public yang Tergabung dalam Indeks LQ45 Tahun 2012 di Bursa Efek Indonesia)	Nurul Fatimah, Imas Purnamasari
Kelas 6				
Kode	Jenis Penelitian	Institusi	Judul	Penulis
Akpm-52	Kuantitatif	Perguruan Tinggi Teknokrat Lampung, Universitas Kristen Duta Wacana	Dinamika Relasi Faktor Risiko Likuiditas dan Return Saham Pada Kondisi Bullish dan Bearish di Pasar Modal Indonesia dan Jepang	Igo Febrianto, Erni Ekawati
Akpm-17	Kuantitatif	Universitas Indonesia	Analisis Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris Terhadap Praktik Real Earning Management	Dewi Setyaningrum, vera Diyanty
Akpm-30	Kuantitatif	Politeknik Negeri Malang	Tren Pengungkapan Intellectual Capital Industri Perbankan: Sebuah Bukti Empiris di Indonesia	Erlin Melani, Endah Suwami, Elvyra Handayani
Akpm-116	Kuantitatif	Unika Soegijapranata	Relevansi Nilai Informasi Akuntansi dan Value Sell-buy Investor Domestik: Trend Fase Akumulasi, Fase Partisipasi Publik, dan Fase Distribusi Pasar Modal Indonesia	Elizabeth Lucky Maretha Sitinjak, Yusni Warastuti, Heribertus Sri Sulistyanto
Kelas 7				
Kode	Jenis Penelitian	Institusi	Judul	Penulis
Akpm-107	Kuantitatif	Stie Indonesia	Manajemen Laba, Relevansi Nilai Informasi Akuntansi dan Siklus Hidup Perusahaan	Lies Zulfiati
Akpm-140	Kuantitatif	Universitas Bengkulu	Dividend Policy And Foreign Ownership (Empirical Research In Nonfinance Company That Listed In Indonesian Stock Exchange)	Marselina Widiastuti, Pratana P. Midastuty, Eddy Suranta
Akpm-139	Kuantitatif	Universitas Udayana	Legitimasi dan Struktur Kepemilikan Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Ni Ketut Rasmini, Made Gede Wirakusuma, Ni Wayan Yuniasih
Akpm-01	Kuantitatif	Universitas Atma Jaya Yogyakarta	Faktor-faktor yang Memengaruhi Luas Pengungkapan Sukarela Pada Laporan Tahunan Perusahaan di Bursa Efek Indonesia	Ch. Rusiti, Yulius Adi Kurniawan
Kelas 8				
Kode	Jenis Penelitian	Institusi	Judul	Penulis
Ppjk-24	Kuantitatif	Universitas Negeri Jakarta	Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Pergantian Auditor, dan Spesialisasi Industri Auditor Terhadap Integritas Laporan Keuangan	Rozania, Ratna Anggraini Zr, Marsellisa Nindito

Dividend Policy and Foreign Ownership (Empirical Research in Nonfinance Company that Listed in Indonesian Stock Exchange)

MARSELINA WIDIASTUTI

PRATANA P. MIDIASTUTY

EDDY SURANTA

Universitas Bengkulu

Abstract: *This research aim to obtain empirical evidence about the dividend policy and foreign ownership. Dividend policy is measured by dividend to book ratio (DTB) and foreign ownership is measured by total of foreign ownership in end of year. This research not only use two main variables but also use control variables are leverage, free cash flow (FCF) and return on asset (ROA). The sampling method used was purposive sampling of the nonfinance company listed on the Stock Exchange during the period 2007-2011. The data used in this study is secondary data obtained financial data on the website www.idx.com. The number of final samples in this study were 29 companies.*

This study uses Ordinary Least Square (OLS) regression analysis to test the hypothesis by using and Two Stages Least Square (TSLS) for to test simultaneous problem between dividend policy and foreign ownership with EViews version 5.1. The test results showed the dividend policy have negative and significant impact toward foreign ownership, not compatible with the first hypothetical study. And then foreign ownership have negative impact and significant with dividend policy, compatible with second hypothesis in this research.

Keywords: *Dividend Policy, Foreign Ownership, Leverage, Free Cash Flow, Return on Asset.*

1.1 Latar Belakang

Pasca pencabutan Keputusan Menteri Keuangan nomor 1055/KMK.013/1989 tentang Pembelian Saham oleh Pemodal Asing pada tahun 1997, kepemilikan asing di Indonesia meningkat di berbagai sektor seperti pertambangan, perbankan, telekomunikasi serta sektor lainnya. Apalagi dengan paradigma yang terbentuk bahwa investor asing biasanya bermodal besar (institusional), memiliki akses pasar modal dunia yang lebih luas, analisis fundamental yang handal serta kelebihanannya dalam mengelola informasi. Sehingga semakin besar kemungkinan investor asing menjadi mayoritas dan mempengaruhi setiap kebijakan perusahaan bahkan mempengaruhi perekonomian nasional.

Terlepas dari apapun alasan investor asing menanamkan modal ke perusahaan, secara umum yang dilihatnya adalah bagaimana *corporate performance* perusahaan dapat menggambarkan prospek masa depan dan kinerja yang baik. *Corporate performance* perusahaan, dapat tercermin dari keharmonisan hubungan yang terbentuk diantara pihak-pihak yang membantu perusahaan dalam mencapai tujuan yang diinginkan. Apakah di perusahaan telah tercipta hubungan baik diantara manajemen, pemegang saham sebelumnya serta pihak yang berkepentingan lain. Dalam operasionalisasi perusahaan, pemilik melimpahkan wewenang pengelolaan perusahaan kepada manajer. Hubungan yang terbentuk dari pelimpahan wewenang tersebut, digambarkan dalam teori keagenan (*agency theory*) sebagai hubungan agen (manajer) dan prinsipal (pemegang saham). Konflik keagenan mulai muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan diantara keduanya. Untuk meminimalisir biaya keagenan dapat dilakukan melalui beberapa cara yaitu dengan mengurangi sumber daya *discretionary* yang dimiliki oleh perusahaan, meningkatkan struktur keuangan serta kebijakan hutang (Jogiyanto dan Tarjo, 2003).

Keputusan tentang peningkatan kepemilikan institusional dianggap juga mampu mengurangi konflik keagenan. Kepemilikan institusional terkait dengan kepemilikan saham oleh pihak luar baik dalam bentuk insititusi, lembaga atau kelompok lainnya. Kepemilikan institusional dianggap dapat memonitor kinerja manajemen. Apalagi kepemilikan asing yang biasanya juga merupakan kepemilikan institusional, diasumsikan akan mampu menjalankan mekanisme pengawasan dengan lebih baik dibandingkan dengan kepemilikan institusional domestik (Jeon *et al*, 2010). Hal ini dikarenakan mereka memiliki biaya pengawasan dan pengalaman investasi yang bagus serta kemampuan teknologi handal. Sehingga, keberadaannya menjadi sangat penting dalam sebuah perusahaan. Demi efektivitas mekanisme pengawasan terhadap kinerja manajer, maka perusahaan perlu membuat suatu kebijakan yang dapat mendorong masuknya kepemilikan asing. Bahkan perusahaan menjadikan kebijakan dividen sebagai daya tarik bagi investor institusional untuk menjadi bagian dari struktur kepemilikan. Hal ini, menunjukkan bahwa terdapat pengaruh antara kebijakan dividen terhadap kepemilikan asing.

Kecendrungan investor institusional asing untuk memilih perusahaan dengan dividen tinggi, searah dengan hasil penelitian yang ditunjukkan oleh Jeon *et al* (2010) pada pasar Modal Korea. Mereka menemukan bahwa investor institusional asing lebih menunjukkan preferensinya pada perusahaan yang membayarkan dividen tinggi. Investor institusional asing diketahui memiliki pengaturan terhadap biaya pengawasan yang bagus dan merupakan *dividend clienteles* yang handal. Tingginya biaya pengawasan yang mereka keluarkan, mendorong mereka untuk lebih memilih kepastian pendapatan dalam bentuk kebijakan dividen daripada *capital gain* yang mungkin didapat dari kebijakan pembelian kembali saham. Jeon *et al* (2010) juga menemukan bukti bahwa keberadaan investor institusional asing sebagai *substantial shareholdings* pun meningkatkan level pembayaran dividen kas di masa yang akan datang tetapi tidak untuk kebijakan pembelian kembali saham. Hal ini

semakin menguatkan dugaan bahwa kepemilikan institusional asing dapat mengurangi konflik keagenan dengan mengurangi biaya keagenan melalui kebijakan dividen.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, dapat dirumuskan beberapa pertanyaan sebagai berikut :

- 1) Apakah kebijakan dividen berpengaruh positif kepemilikan asing ?
- 2) Apakah kepemilikan asing berpengaruh negatif kebijakan dividen?

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan yaitu pertama dengan mengurangi sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas yang berada di bawah pengaruh manajer (Jensen, 1986). Kedua peningkatan kepemilikan institusional, dan ketiga kebijakan hutang.. Upaya untuk mengurangi sumber daya *discretionary* yang dimiliki oleh perusahaan dilakukan dengan mentransfer *free cash flow* perusahaan kepada para pemegang saham melalui kebijakan dividen. Dengan demikian tujuan kesejahteraan pemegang saham menjadi terpenuhi. Selain itu, juga dapat menjadi alat pengawasan sekaligus bounding karena dengan dibagikannya dividen akan mengurangi risiko bagi pemegang saham atas peluang investasi tidak menguntungkan yang mungkin oleh manajer jika *free cash flow* masih berada di bawah penguasaannya.

Alternatif lain yang dapat dipilih oleh perusahaan untuk meminimalisir biaya keagenan adalah melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan pertimbangan atas besarnya biaya keagenan yang dikeluarkan perusahaan. Peningkatan hutang juga akan menurunkan biaya keagenan karena menurunnya kelebihan *free cash flow* sebagai akibat dari munculnya kewajiban baru yaitu pembayaran bunga dan pokok pinjaman secara periodik,

akan menghindari penguasaan sumber daya oleh manajer. Namun, rasio hutang yang terlalu tinggi memunculkan efek substitusi dari adanya pengalihan transfer kekayaan dari pemegang saham ke kreditur akibat konsekuensi yang timbul dari hutang yaitu perusahaan harus memenuhi kewajibannya terlebih dahulu sebelum melakukan pembagian dividen.

2.1.2 *Dividend Clientles Theory*

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek clientele itu benar adanya. Allen, Bernando dan Welch (2000) menyatakan ada dua kelompok investor yaitu institusional dan individual. Tercipta asumsi bahwa investor institusional dapat menjalankan tugas pengawasan lebih efektif dan mampu mendeteksi kualitas sebuah perusahaan dibandingkan dengan investor individual. Berdasarkan asumsi tersebut perusahaan mampu memberikan sinyal tingginya kualitas mereka melalui kebijakan dividen. Tentu hal ini akan menarik investor institusional untuk menjadi bagian dari struktur kepemilikan tersebut. Walaupun sebelumnya diasumsikan bahwa investor institusional cenderung melakukan pemanfaatan dari sisi pajak daripada investor institusional domestik tetapi dengan melihat tingginya kualitas perusahaan, kekhawatiran tingginya tarif pajak atas dividen dapat sedikit terabaikan.

2.1.3 *Teori Kebijakan Dividen*

Ada beberapa teori yang dapat menggambarkan preferensi para investor terhadap kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat tiga teori preferensi investor terhadap dividen, yaitu :

1) *Teori Ketidakrelevanan Dividen (Dividend Irrelevance Theory)*

Miller dan Modigliani (1961) merupakan pendukung utama teori ketidakrelevanan dividen. Mereka menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan pada kemampuan untuk menghasilkan laba dan manajemen risikonya. Mereka juga

berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya bergantung pada bagaimana aktiva yang dimiliki mampu menghasilkan pendapatan, bukan bagaimana pendapatan tersebut dibagi ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan.

2) Teori *Bird in The Hand*

Gordon dan Litner(1956) dalam Brigham dan Houston (2001) berpendapat bahwa investor kurang yakin terhadap *capital gain* sehingga mereka lebih menyukai kepastian pendapatan dalam bentuk dividen karena memiliki risiko yang lebih kecil. Sehingga seharusnya perusahaan membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi agar dapat memaksimalkan harga sahamnya. Namun, Miller dan Modigliani tidak setuju bahkan menganggap pendapat Gordon dan Litner sebagai sebuah kekeliruan **“Bird in The Hand”**. Menurut Miller dan Modigliani, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham perusahaan bersangkutan atau sejenis dan dalam banyak kasus tingkat risiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat risiko arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividennya.

3) Teori Preferensi Pajak (*tax preference theory*)

Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa pajak yang dikenakan atas *capital gain* lebih rendah dibandingkan dengan dividen. Oleh karena itu, beberapa investor cenderung menyukai laba ditahan daripada dividen, sehingga seharusnya perusahaan membayarkan dividen rendah jika ingin memaksimalkan harga sahamnya.

2.3 Kepemilikan Asing

Istilah struktur kepemilikan menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan modal, tetapi juga persentase kepemilikan oleh

manajer dan institusional (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan asing merupakan bagian dari kepemilikan institusional. Hal ini dikarenakan biasanya investor asing bermodal besar sehingga bentuk kepemilikannya adalah sebuah badan, lembaga, atau institusi. Kepemilikan oleh institusional lain berarti kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Investor institusional biasanya menjadi mayoritas dalam saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dari pada para pemegang saham lainnya, sehingga dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan dengan lebih baik.

Jeon, *et al* (2010) menyatakan bahwa investor institusional asing memiliki pengalaman investasi global yang baik dan dipadukan dengan kecanggihannya dalam mengevaluasi prospek suatu perusahaan. Namun, mereka memiliki kualitas informasi masih rendah karena adanya keterbatasan geografis, pemahaman budaya dan perbedaan kondisi politik. Kondisi ini sering kali menyebabkan investor asing mengalami kerugian informasi domestik. Mereka menyatakan bahwa ada sejumlah biaya tetap yang dibayarkan untuk memperoleh informasi, kebanyakan para pemegang saham mengeluarkan insentif lebih agar segera diberitahu informasi saat menjelang akan dibagikannya dividen dalam jumlah besar yang menjadi harapan mereka.

2.4 Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kepemilikan Asing

Dividend clientele theory menyatakan bahwa kelompok investor yang berbeda memiliki kecenderungan yang berbeda pula dalam memilih perusahaan melalui kebijakan dividennya. Penelitian yang telah dilakukan Dahlquist dan Robertsson (2001) pada seluruh perusahaan yang terdaftar di bursa Swedia dengan judul "*Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics*" menunjukkan bahwa investor asing menunjukkan preferensinya pada perusahaan besar yang membayarkan dividen rendah.

Menurut Dahlquist dan Robertsson (2001) investor institusional asing menganggap bahwa memperhatikan posisi kas yang dimiliki oleh perusahaan lebih penting daripada kebijakan dividennya. Tetapi dengan catatan bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan besar dengan jumlah kas yang tinggi sehingga dapat memberikan peluang pertumbuhan perusahaan yang lebih baik di masa mendatang. Searah dengan hasil penelitian yang didapat dari Grinstein dan Michaelly (2005) dalam Jeon *et al* (2010) yang menyatakan bahwa investor institusional lebih tertarik pada perusahaan yang membayarkan dividen rendah. Pembayaran dividen tidak selalu direspon baik oleh calon investor sebagai bentuk *good news*. Apalagi diketahui bahwa investor institusional asing yang memiliki kemampuan yang canggih dalam mengelola informasi, tentu akan memberikan respon yang berbeda. Sebagian investor institusional menganggap bahwa bisa saja perusahaan melakukan kebijakan dividen hanya sebagai bentuk upaya pencitraan perusahaan agar kinerjanya terlihat baik bagi pihak eksternal. Oleh sebab itulah sebagian investor institusional lebih tertarik pada perusahaan yang membayarkan dividen rendah.

Kontras dengan penelitian oleh Jeon *et al* (2010) dengan judul "*The Effect of Foreign Ownership on Payout Policy : Evidence from The Korean Market*". Dimana menggunakan variabel penelitian seperti kepemilikan institusional asing, domestik, dividen dan pembelian kembali saham. Dengan variabel kontrol lainnya seperti *chaebol*, *log of sales*, *leverage*, *market to book*, *log of age*, *fcf to book*, *sales growth*, and *industry year effect*. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa investor insitusional asing lebih tertarik pada perusahaan yang membayarkan dividen dalam jumlah besar. Hal ini dikarenakan investor institusional asing merupakan kelompok investor dengan pengaturan yang bagus terhadap biaya pengawasan. Biaya pengawasan tidak hanya untuk mengontrol kinerja manajer, tetapi juga untuk menghindari adanya efek asimetri informasi yang mungkin terjadi akibat keterbatasan mereka atas pemahaman budaya dan kondisi geografis, meskipun di sisi lain mereka merupakan

investor yang handal. Sehingga, mereka lebih menginginkan dividen sebagai bentuk kepastian pendapatan atas banyaknya biaya yang telah mereka keluarkan. Atau dengan kata lain kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan asing.

Searah dengan hasil penelitian Allen dan Bernardo (2000) "*A Theory of Dividend Based on Tax Clienteles*". Dari penelitian yang mereka lakukan pada pasar modal U.S didapatkan hasil investor institusional lebih menunjukkan preferensinya terhadap perusahaan yang membayarkan dividen daripada yang melakukan pembelian kembali saham. Walaupun, di sisi lain hasil penelitian mengakui adanya *clienteles effect* dari sebagian kelompok investor institusional untuk menghindari efek pajak, tetapi hanya bersifat relatif. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan asing.

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Dividen

Jeon *et al* (2010) menemukan bahwa kepemilikan asing di Korea cenderung meningkatkan jumlah dividen secara positif dan signifikan di masa yang akan datang tetapi tidak untuk kebijakan pembelian kembali saham.

Belum terdapat penelitian lain yang serupa dan membahas spesifik bagaimana investor asing dapat menyebabkan perusahaan melakukan perubahan terhadap kebijakan dividennya. Namun, ada beberapa penelitian pendukung tentang bagaimana kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Tandellin dan Willbeforce (2002) dalam Dewi (2008) yang mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan (return) dari pembagian dividen.

Berbeda dengan hasil penelitian Crutchley *et al* (1999) dengan judul "*Agency problems and the simultaneity of financial decision making The role of institutional*

ownership". Mereka menggunakan variabel kepemilikan manajerial dan institusional, dividen, return saham, ROA, *leverage*, *R&D expenditure*, ukuran perusahaan serta pertumbuhan penjualan. Sehingga didapatkan bukti bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen adalah negatif. Searah dengan penelitian Dewi (2008) yang menemukan adanya pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin tinggi kepemilikan saham oleh institusional maka kebijakan dividen perusahaan akan semakin rendah dikarenakan semakin kuatnya kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi biaya keagenan dan dalam kondisi ini perusahaan cenderung mengurangi pembayaran dividennya. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : Kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian dengan judul "Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Asing" ini merupakan penelitian empiris (*empirical research*) bersifat kuantitatif eksplanatori yang menggambarkan serta menjelaskan bagaimana pengaruh fenomena yang dijadikan objek penelitian Serta termasuk kategori penelitian empiris yaitu penelitian yang dilakukan terhadap fakta-fakta empiris yang didapatkan dari observasi atau pengalaman (Indriantoro dan Supomo, 2002).

3.2 Populasi dan Pengambilan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek di Indonesia pada tahun 2007-2011. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai berikut :

- 1) Perusahaan sampel menyajikan laporan keuangan yang lengkap selama periode tahun 2007-2011 dengan menggunakan mata uang rupiah
- 2) Perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan saham oleh institusional asing selama periode 2007-2011
- 3) Perusahaan sampel membayarkan dividen selama periode 2007-2011

3.3 Variabel Penelitian, Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Pada penelitian ini digunakan beberapa variabel. Diantaranya kepemilikan asing, kebijakan dividen, *leverage*, *free cash flow* serta ROA. Dimana yang berperan sebagai variabel kontrol adalah *leverage*, *free cash flow* dan ROA.

Pengidentifikasian serta pengukuran tiap variabel dijelaskan sebagai berikut :

3.3.1 Variabel Kebijakan Dividen

Variabel ini diwakili oleh nilai *dividend-to-book* yaitu jumlah dividen tahunan yang dibayarkan terhadap nilai buku aset (*book assets*). Menurut Jeon, *et al* (2010) tujuan digunakannya *dividend-to-book* sebagai proxy untuk kebijakan dividen adalah untuk mendapatkan hasil penelitian yang terbebas dari bias akibat variasi dari harga saham.

$$\text{Dividend-to-book} = \frac{\text{Dividen kas}}{\text{Total aset}}$$

3.3.2 Variabel Kepemilikan Asing

Variabel kepemilikan asing diwakili oleh rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh asing dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun.

$$\text{Kepemilikan Asing} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh pihak asing}}{\text{saham yang beredar}}$$

3.3.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol dimasukkan untuk melindungi hubungan variabel dependen dan independen dari faktor luar yang tidak diperlukan dalam penelitian (Hatta, 2002). Dengan memasukkan variabel kontrol dalam penelitian, diharapkan akan mengurangi *error term* yang menunjukkan bahwa pengaruh variabel lain di luar model regresi lebih besar dari pada variabel yang terdapat pada model. Variabel kontrol yang dimasukkan dalam penelitian ini merupakan karakteristik perusahaan yang meliputi *leverage*, *free cash flow* (FCF), serta *return on asset* (ROA).

- *Leverage*

Semakin tinggi *leverage*, dividen yang dibayarkan akan semakin rendah. Karena perusahaan tentu akan memprioritaskan kewajiban (pokok pinjaman dan bunga) periodiknya terlebih dahulu daripada membayarkan dividen Rozzef (1982) dalam Suharli (2007). Variabel kontrol *leverage* dalam penelitian ini diwakili oleh perbandingan antara total hutang terhadap total modal.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

- *Free cash flow* (FCF)

Tingginya *free cash flow*, memicu konflik keagenan dan dividen dianggap sebagai upaya untuk mengurangi dampak konflik tersebut. Sehingga, *free cash flow* memiliki pengaruh signifikan terhadap dividen (Yunita, 2008). *Free cash flow* dalam penelitian ini didapatkan dari nilai selisih dari laba bersih setelah ditambahkan dengan depresiasi terhadap *capital expenditure* (pengeluaran modal).

$$\text{FCF} = \text{Laba bersih} + \text{Depresiasi} - \text{Pengeluaran Modal}$$

- *Return on Assets (ROA)*

Semakin besar ROA menunjukkan perusahaan semakin *profitable*. Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil didapatkan saat menjalankan operasional perusahaan. Dikarenakan dividen merupakan bagian dari keuntungan bersih yang dibagikan setelah beban bunga dan pajak, maka rasio ini mempengaruhi dividen yang dibayarkan. Partington (1989) dalam Laksono (2008) secara eksplisit menunjukkan bahwa profitabilitas (*earning after tax*) dan aset merupakan variabel yang penting sebagai dasar pertimbangan para manajer dalam rangka menentukan kebijakan dividen. Sehingga, semakin tinggi ROA maka kemungkinan dividen yang dibayarkan akan semakin besar.

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aet}}$$

3.4 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan terlebih dahulu terhadap model regresi untuk melihat apakah terdapat gangguan asumsi klasik pada model. Pengujian meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heterokedastisitas, serta uji autokorelasi. Peneliti menggunakan *software* EvIEWS 5.1 untuk mengidentifikasi permasalahan asumsi klasik tersebut.

3.5 Metode Analisis

Keseluruhan hipotesis yang terdapat pada penelitian ini diuji menggunakan regresi *Ordinary Least Square (OLS)* dengan bantuan *software* EvIEWS 5.1. Regresi OLS merupakan alat analisis yang digunakan untuk mengukur pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. (Andreas, 2011). Persamaan yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

Persamaan 1 untuk H_1 :

$$FOREIGN = \beta_i + \beta_1 DIV + \beta_2 LEV + \beta_3 FCF + \beta_4 ROA + e \dots\dots\dots(1)$$

Persamaan 2 untuk H_2 :

$$DIV = \beta_i + \beta_1 FOREIGN + \beta_2 LEV + \beta_3 FCF + \beta_4 ROA + e \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

FOREIGN : Kepemilikan asing

DIV : Kebijakan dividen

LEV, FCF, ROA : Variabel kontrol berupa *leverage, free cash flow* dan *return on asset*

$\beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4$: Koefisien regresi

β_i : Konstanta

e : Standar error

3.6 Metode Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan menggunakan regresi OLS dengan bantuan *software* Eviews 5.1. Namun, sebelum pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan analisis sensitivitas. Adapun tujuan dilakukannya analisis sensitivitas adalah untuk mengetahui tingkat sensitivitas hasil pengujian terhadap metode yang digunakan. Seberapa besar tingkat sensitivitas suatu variabel independen ditentukan dari perubahan koefisien regresi dan tingkat signifikansi dari variabel tersebut (Andreas , 2011). Penelitian ini melakukan dua tahap regresi untuk analisis sensitivitas. Regresi tahap pertama dilakukan dengan menguji variabel independen terhadap dependen. Sedangkan pada regresi tahap kedua dilakukan dengan menguji pengaruh variabel independen dan kontrol terhadap dependen. Setelah dilakukan analisis sensitivitas, kemudian dilanjutkan dengan pengujian hipotesis lainnya yang meliputi uji *f* dan R^2 .

3.7 Uji Kesimultanan

Pengujian ini dilakukan untuk menjelaskan masalah simultanitas yang terjadi antara kebijakan dividen dan kepemilikan asing. Namun, hanya dilakukan jika didapatkan hasil regresi bahwa kedua variabel baik *foreign ownership* maupun *dividend policy* berpengaruh signifikan dan memiliki arah yang sama.

Berdasarkan dua persamaan pada regresi OLS, dapat dilihat bahwa variabel *FOREIGN* selain menjadi variabel dependen juga menjadi variabel independen pada persamaan *DIV*. Sedangkan variabel *DIV* selain menjadi variabel dependen, juga menjadi variabel independen dalam persamaan *FOREIGN*. Kondisi tersebut mencerminkan bahwa antara *FOREIGN* dan *DIV* saling mempengaruhi dan terjadi simultan. Adetama (2011) menyatakan bahwa persamaan dikatakan simultan dikarenakan terdapat hubungan dua arah antara variabel dependen dengan independen. Model persamaan simultan merupakan suatu himpunan persamaan dengan peubah dependen dalam satu atau lebih persamaan, juga merupakan variabel independen dalam persamaan lain. Pendugaan model dapat dilakukan dengan metode *Two Stages Least Square* (TSLS). Metode ini digunakan ketika model persamaan simultan berada dalam kondisi kelebihan identifikasi (*overidentified*.)

Proses identifikasi dilakukan dengan mengacu pada ketentuan identifikasi yaitu syarat orde dan rank (*order and rank condition*) (Gujarati dan Porter, 2012). Pada penelitian ini, model persamaan simultan berada pada kriteria $K - k > m - 1$. Dimana K merupakan jumlah variabel predetermined dalam model, k merupakan jumlah variabel predetermined dalam persamaan struktural, dan m adalah variabel dependen dalam persamaan struktural. Setelah dilakukan identifikasi terhadap persamaan simultan, pengujian selanjutnya dilakukan dengan *Two Stages Least Square* (TSLS) dengan tahapan sebagai berikut :

- 1) Lakukan regresi variabel dependen pada seluruh variabel predetermined dalam keseluruhan persamaan simultan

- 2) Ganti variabel dependen pada persamaan 1 dan 2 dengan nilai predicted masing-masing (*foreign ownership* dan *dividend policy*) sebelumnya dengan regresi OLS.

Pada persamaan simultan yang memiliki nilai R^2 lebih tinggi, variabel dependennya dianggap dapat menjadi variabel dependen yang sebenarnya. Karena semakin tinggi nilai R^2 maka kemungkinan berkorelasi dengan error term juga makin kecil yang menunjukkan kemungkinan simultanitas juga semakin rendah (Gujarati dan Porter, 2012).

4.1.1 Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI dari tahun 2007 hingga tahun 2011. Perusahaan nonkeuangan tersebar di sektor utama, manufaktur dan jasa yang berjumlah sebanyak 359 perusahaan. Setelah dikurangi dengan kriteria menjadi 126 perusahaan. Jumlah observasi dalam penelitian ini tidak sama dengan jumlah perusahaan yang menjadi sampel. Hal ini dikarenakan setiap satu tahun pengamatan perusahaan dapat menjadi observasi. Keterangan berkaitan dengan sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.1.

----- Tabel 4.1 -----

4.1.2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Deskriptif statistik memberikan gambaran awal variabel penelitian dan digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian. Statistik deskriptif pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.2.

----- Tabel 4.2 -----

Berdasarkan deskriptif statistik pada Tabel 4.2, dapat dilihat bahwa variabel FOREIGN memiliki rata-rata sebesar 0.398776 dan standar deviasi sebesar 0.280503. Nilai rata-rata yang lebih besar dari nilai standar deviasi menunjukkan bahwa selama periode

pengamatan jumlah kepemilikan asing tidak bervariasi. Nilai minimum sebesar 0.0081 menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan asing paling sedikit adalah sebesar 0.0081 atau 0.81 %. Sedangkan Nilai maksimum 0.9306 menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan asing yang terbanyak adalah sebesar 0.9306 atau 93.06%.

Variabel DIV memiliki rata-rata sebesar 0.0704 dan standar deviasi sebesar 0.110732, Nilai standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata menggambarkan bahwa besarnya dividen yang tercermin dalam rasio *dividend-to-book* selama periode pengamatan bervariasi. Nilai minimum sebesar 0.00000176 menunjukkan bahwa rasio *dividend-to-book* terendah yang dimiliki oleh perusahaan adalah sebesar 0.00000176. Sedangkan untuk nilai maksimum sebesar 0.772568 menunjukkan bahwa rasio *dividend-to-book* tertinggi yang dimiliki oleh perusahaan adalah sebesar 0.772568.

4.1.3 Hasil Pengujian Asumsi klasik

Semua Persamaan terbebsa dari masalah Asumsi Klasik, berupa Normalitas Data, Heteroskedastisitas, multikolinearitas dan Autokorelasi.

4.1.4 Pengujian Hipotesis

4.1.4.1 Hasil Uji Hipotesis 1

Adapun hasil regresi OLS untuk pengujian terhadap hipotesis 1 telah dirangkum dalam Tabel 4.3

-----Tabel 4.3-----

Sebelum membahas hasil pengujian hipotesis, maka dilakukan analisis sensitivitas terlebih dahulu. Pada regresi 1 dilakukan dengan menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen saja. Berdasarkan Tabel 4.3 hasilnya adalah koefisien regresi DIV sebesar -0.007411 dan tidak signifikan. Sedangkan untuk regresi 2 didapatkan hasil bahwa koefisien regresi DIV yang lebih kecil daripada regresi 1 yaitu sebesar -0.168113

dan signifikan pada level 5%. Dari analisis sensitivitas dapat disimpulkan bahwa saat dimasukkannya variabel kontrol pada regresi kedua tidak mengubah arah koefisien regresi melainkan merubah signifikansinya. Awalnya tidak signifikan, ketika dimasukkan variabel kontrol pada regresi kedua nilainya menjadi signifikan.

Setelah dilakukan analisis sensitivitas maka akan dilanjutkan dengan pembahasan hasil pengujian hipotesis 1. Pengujian hipotesis 1 dilakukan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan asing. Dugaan awal peneliti adalah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan asing. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.3 dapat dilihat bahwa pada regresi 1 tanpa variabel kontrol menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan asing dengan nilai koefisien regresi DIV sebesar -0.007411 tetapi tidak signifikan dan R^2 sebesar 0.00026. Sedangkan pada regresi kedua terlihat bahwa koefisien regresi DIV lebih kecil dibandingkan dengan hasil regresi pertama dengan nilai koefisien sebesar -0.168113 dan signifikan pada level 5% terhadap FOREIGN dengan nilai R^2 sebesar 0.344569. Meskipun nilai koefisien regresi pada regresi 2 lebih kecil dibandingkan regresi 1, tetapi pada regresi 1 menghasilkan nilai R^2 yang lebih besar yaitu 0.344569 yang menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen adalah sebesar 34.4569%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hal ini tetap menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan asing perusahaan.

Pada regresi kedua didapatkan nilai R^2 sebesar 0.344569 berarti kemampuan variabel independen dalam menyediakan informasi untuk menjelaskan variabel dependen hanya sebesar 34.4569 %. Selain itu dari Tabel 4.3 dapat diperhatikan bahwa variabel kebijakan dividen akan menjadi penjelas yang signifikan karena berpengaruh secara serentak bukan secara individual (parsial). Pernyataan ini ditunjukkan dengan nilai F hitung $> F$ Tabel yaitu sebesar $5.651417 > 2.816$.

Hasil regresi kedua juga menunjukkan bahwa DIV berpengaruh negatif terhadap kepemilikan asing dengan memiliki nilai probabilitas sebesar 0.0175 yang berarti signifikan pada tingkat 5% atau 0.05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan asing **ditolak**.

4.1.4.2 Hasil Uji Hipotesis 2

Ringkasan hasil regresi OLS untuk pengujian terhadap hipotesis 2 telah dirangkum dalam Tabel 4.4.

-----Tabel 4.4-----

Terlebih dahulu dilakukan analisis sensitivitas sebelum membahas pengujian hipotesis kedua. Pada hipotesis kedua analisis sensitivitas dilakukan dengan tahapan yang sama seperti pada hipotesis pertama. Regresi 1 dengan menguji variabel independen terhadap dependen, sedangkan pada regresi 2 dengan menguji variabel kontrol dan independen terhadap variabel dependen. Hasilnya menunjukkan bahwa penambahan variabel kontrol pada regresi kedua hanya mengubah tingkat signifikansi FOREIGN tetapi tidak mengubah arah koefisien korelasi. Awalnya tingkat signifikansi FOREIGN sebesar 0.0637, namun ketika dimasukkan variabel kontrol menjadi 0.0187 yang berarti signifikan pada tingkat 0.05 atau 5%.

Setelah melakukan analisis sensitivitas dilanjutkan dengan pengujian hipotesis kedua. Ekspektasi awal peneliti adalah kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan Tabel 4.4 pada regresi pertama didapatkan nilai koefisien regresi FOREIGN sebesar -0.005013 dengan probabilitas senilai 0.0637. Nilai tersebut kurang baik jika dibandingkan dengan hasil pada regresi kedua yang menunjukkan bahwa koefisien regresi FOREIGN adalah sebesar -0.006045 dan probabilitasnya senilai 0.0187 yang berarti signifikan pada tingkat 0.05 atau 5%.

Selain itu nilai R^2 yang dihasilkan dari regresi kedua pun lebih besar dibandingkan dengan regresi 1. R^2 pada regresi kedua yaitu sebesar 0.863824 artinya kemampuan variabel FOREIGN untuk menyediakan informasi dalam menjelaskan variabel DIV adalah sebesar 86.3824%. Berarti variabel kepemilikan asing hampir sepenuhnya dapat menjelaskan variabel kebijakan dividen. Selain itu berdasarkan hasil yang ditunjukkan juga pada Tabel 4.4 bahwa nilai F hitung $>$ F Tabel yaitu sebesar $80.87908 > 2.758$ maka semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen (DIV). Koefisien regresi FOREIGN juga menunjukkan arah negatif sebesar -0.006045 dengan tingkat probabilitas 0.0187 yang berarti signifikan pada tingkat 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dapat **diterima**.

4.1.4.3 Hasil Uji Kesimultanan

Setelah dilakukan identifikasi masalah pada persamaan, dilanjutkan dengan menerapkan langkah *Two Stages Least Square* (TSLS). Hasil regresi dengan TSLS telah dirangkum dalam Tabel 4.5 sebagai berikut :

-----Tabel 4.5-----

Dari Tabel 4.5 tampak bahwa untuk persamaan 1 terjadi perubahan arah koefisien regresi DIV (Kebijakan Dividen) dari positif menjadi negatif, namun tetap signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan untuk persamaan 2 tidak terjadi perubahan arah koefisien regresi, namun menjadi tidak signifikan. Terjadi penurunan R^2 pada kedua persamaan hingga bernilai negatif. Dimana nilai R^2 pada persamaan 1 menjadi -0.635483 sedangkan untuk persamaan 2 menjadi -0.763749. Persamaan yang memiliki R^2 paling besar dianggap menjadi sebuah model yang baik untuk menggambarkan masalah simultanitas (Gujarati dan Porter, 2012).

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menguji bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap jumlah kepemilikan asing. Selain itu juga untuk mengetahui pengaruh kepemilikan asing terhadap penurunan kebijakan dividen. Dengan menggunakan variabel utama berupa *dividen-to-book*, kepemilikan asing, dan variabel kontrol meliputi *leverage*, ROA, serta FCF. Analisis dalam penelitian ini menggunakan regresi OLS dengan analisis sensitivitas, pengujian asumsi klasik, pengujian hipotesis dengan uji R^2 dan uji F. Peneliti juga menambahkan pengujian masalah simultanitas dengan menggunakan *Two Stages Least Square* (TSLS). Sehingga, dari hasil analisis tersebut dapat ditarik kesimpulan dan saran yang diharapkan dapat memberikan manfaat di masa yang akan datang

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengolahan dan analisis data dengan menggunakan bantuan *software* Eviews 5.1 dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

- 1) Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan asing. Artinya semakin rendah kebijakan dividen sebuah perusahaan maka semakin tinggi proporsi kepemilikan asingnya. Dalam kondisi ini, investor asing di Indonesia menganggap bahwa pembayaran dividen tidak selalu menjadi *good news* bagi mereka. Apalagi diketahui bahwa investor asing merupakan investor yang memiliki kecanggihan dalam mengelola informasi. Sehingga, semakin besar kemungkinan perusahaan menerapkan kebijakan dividen hanya sekedar untuk berusaha menciptakan pencitraan bagus tentang gambaran kondisi keuangan perusahaan.
- 2) Kepemilikan asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berarti semakin besar proporsi kepemilikan asing yang terdapat pada perusahaan, maka semakin kecil dividen yang dibayarkan. Dikarenakan menurut Jeon *et al* (2010) kepemilikan asing memenuhi kriteria sebagai pengontrol yang baik, sehingga keberadaannya akan menjadikan mekanisme pengawasan menjadi lebih ketat. Selain

itu, juga dapat mengurangi tindakan oportunistis manajer yang memicu konflik seperti yang tergambar dalam teori keagenan dan mengindikasikan perusahaan mengeluarkan biaya agensi. Kepemilikan institusional dianggap sebagai efek substitusi dari upaya untuk meminimalisir biaya keagenan melalui kebijakan dividen dan hutang. Sehingga, untuk menghindari inefisiensi penggunaan sumber daya, diterapkanlah kebijakan penurunan dividen.

- 3) Pada pengujian simultanitas diantara kebijakan dividen dan kepemilikan asing, belum dapat dinyatakan secara pasti apakah persamaan 1 atau 2 akan menjadi model struktural. Hal ini dikarenakan baik pada persamaan 1 atau pun 2 dihasilkan koefisien determinasi yang negatif, sehingga model menjadi kurang baik untuk menggambarkan masalah simultanitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, F., Bernardo, A., Welch, I., 2000. A Theory of Dividend based on Tax Clienteles. *Journal of Finance* 55, 2499-2536
- Black, F., Scholes, M., 1974. The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics* 1, 1-22
- Brigham, E.F., J.F., Houston. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press. Harcourt Brace Publisher, Philadelphia
- Choe, H., Kho, B., Stulz, R., 2005. Do Domestic Investor Have an Edge ? The Trading Experience of Foreign Investor in Korea. *Review of Financial Studies* 18, 795-829
- Crutheley Claire E., M.R.H Jensen, J.S Jahera, dan J.E Raymond. 1999. Agency Problems and The Simultaneity Of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis* 8:2 (1999) 177-197
- Dahlquist, M., Robertsson, G., 2001. Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics. *Journal of Financial Economics* 59, 413-440
- Dewi. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 10 No. 1 47-58
- Fauz dan dan Rosidi. 2007. Pengaruh Aliran Kas bebas, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Collateral Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* Vol. 8 No. 2
- Grinstein, Y., Michaely, R., 2005. Institutional holdings and payout policy. *Journal of Finance* 70, 1389-1426.
- Grullon, G., Michaely, R., 2002. Dividend, Share Repurchase and Substitution Hypothesis. *Journal of Finance* 62, 1649-1684

- Gujarati dan Porter. 2012. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Buku 2 Edisi 5. Jakarta : Salemba Empat
- Hanafi, M. M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004. Cetakan Pertama. BPFE-UGM Yogyakarta
- Indriantoro, Nur dan Supomo, Bambang. 2002. *Metodologi Penelitian*. Jakarta : Indeks
- Jaganathan, M., Stephens, C., Weisbach, M., 2000. Financial Flexibility and The Choise Between Dividends and Stock Repurchase. *Journal of Financial Economics* 57, 355-384
- Jensen, M.C., 1986. Agency Cost of Free cash flow, Corporate Finance, and Take Overs. *American Economic Review* 76, 323-329
- Jensen, M.C., Meckling, W., 1976. Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jeon, J., Moffet, C. M., 2010. Herding by Foreign Investors and Emerging Markets Equity Returns : Evidence from Korea. *International Review of Economics and Finance* 19, 698-710
- Jeon, Lee, dan Moffet. 2010. The Effect of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from The Korean Market. *Journal of Financial Market* 11
- Kieso, Donald E dan Jerry J Weygandt. 2007. *Intermediate Accounting*. John Wiley and Sonc, Inc. New York
- PP No. 24 Tahun 2012 Tentang Pembatasan Penguasaan Aset Pertambangan
- Short, H., Zhang, H., Keasey, K., 2002. The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance* 8, 105-122

Tabel 4.1
Sampel Penelitian

Perusahaan Sampel Penelitian	126 perusahaan		
Jumlah observasi awal	630 observasi		100%
Observasi yang dikeluarkan dari penelitian :			
Tidak membayarkan dividen utuh selama 2007-2011	40 perusahaan	200 observasi	31.75 %
Tidak terdapat kepemilikan asing utuh selama 2007-2011	55 perusahaan	275 observasi	43.65 %
Data laporan keuangan tidak lengkap	2 perusahaan	10 observasi	1.59 %
Jumlah Observasi yang digunakan	29 perusahaan	145 observasi	23.01 %

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FOREIGN	145	0.0081	0.9306	0.398776	0.280503
DIV	145	0.000076	0.772568	0.0704	0.110732
LEV	145	0.000682	17.65673	1.316558	1.991342
FCF	145	-6250000000000	30100000000000	1070000000000	4010000000000
ROA	145	-0.057283	0.41561	0.124199	0.10298

Sumber : Data sekunder diolah, 2013

Lamp. 2

Tabel 4.3
Hasil Regresi OLS (Dependen-FOREIGN)

Variabel	Regresi	
	1	2
Konstanta	0.100707 (0.0000)*	0.096319 (0.0000)*
DIV	-0.007411 (0.9133)	-0.168113 (0.0175)*
LEV		-0.004912 (0.0682)
FCF		0.0000000000157 (0.0259)*
ROA		0.175988 (0.0113)*
R ²	0.00026	0.344569
Adj R ²	-0.021473	0.283598
F-stat	0.011981	5.651417
Prob (F-stat)	0.913317	0.000955
Observasi	48	48
Keterangan :		
*= sig. 5%		

Sumber : Data sekunder diolah, 2013

Lamp. 3

Tabel 4.4
Hasil Regresi OLS (Dependen-DIV)

Variabel	Regresi	
	1	2
Konstanta	0.009626 (0.0000)*	0.096319 (0.0000)*
FOREIGN	-0.005013 (0.0637)	-0.006045 (0.0187)*
LEV		0.000238 (0.3261)
FCF		0.00000000000251 (0.0000)*
ROA		0.043483 (0.0063)*
R ²	0.064598	0.863824
Adj R ²	0.046609	0.853144
F-stat	3.591053	80.87908
Prob (F-stat)	0.063657	0.000000
Observasi	54	56
Keterangan :		
*= sig. 5%		

Sumber : Data sekunder diolah, 2013 Lamp.3

Tabel 4.5
Hasil Regresi dengan TSLs

Variabel	Persamaan 1		Persamaan2	
	Tahap 1	Tahap 2	Tahap 1	Tahap 2
Konstanta	0.096319 (0.0000)*	0.083892 (0.0000)*	0.096319 (0.0000)*	0.023831 (0,1201)
FOREIGN			-0.006045 (0.0187)*	-0.049329 (0.3541)
DIV	-0.168113 (0.0175)*	0.358806 (0.0268)*		
LEV	-0.004912 (0.0682)*		0.000238 (0.3261)	
FCF	0.000000000000157 (0.0259)*		2.51E-15 (0.0000)*	
ROA	0.175988 (0.0113)*		0.043483 (0.0063)*	
R ²	0.344569	-0.635483	0.863824	-0.763749
Observasi	54	54	56	56
Keterangan :				
*= sig. 5%				

Sumber : Data sekunder diolah, 2013

Lamp. 4